☰

ACHIM SZEPANSKI 2022-11-15

POLYKRISEN IN DER WELTÖKONOMIE

ECONOFICTION DERIVATE, FINANCE, IMMOBILIENPREISE, POLYKRISE, SCHULDEN, STAATSANLEIHEN, ZENTRALBANKEN

Adam Tooze hat in seinen letzten Artikeln den Begriff der Polykrise eingebracht, deren gegenwärtige Symptome eine tiefe Rezession sind, starke Verschiebungen in den Zahlungsbilanzen, das Risiko akuter Energiekrisen, letzteres aufgrund von Preisspiralen oder plötzlichen Lieferstopps, und überraschende finanzielle Ereignisse. Wenn sich diese Schocks summieren, erhöhen sie das Risiko öffentlicher und privater Schuldenkrisen mit dramatischen makroökonomischen Auswirkungen und immer höheren Schulden.

Die Liste gegenwärtiger Spannungen und Krisen umfasst Schuldenkrisen, die Katastrophe in Sri Lanka, der Aufstand im Iran und bisher noch im kleineren Rahmen stattfindende Unruhen in der ganzen Welt, die durch den Anstieg der Energiepreise ausgelöst wurden, sowie erste Anzeichen einer Liquiditätsverknappung auf den Finanzmärkten und der drohende Absturz an den globalen Immobilienmärkten.

Tooze unterscheidet zwischen Krisen , die (1) durch fiskal- und geldpolitische Entscheidungen ausgelöst werden, (2) durch exogene makroökonomische Schocks (Lieferketten aufgrund globaler Energiepreisschocks) oder die Zinspolitik der Fed, (3) hohe Verschuldungsniveaus, und (4) Implosionen komplexer Finanzinstrumente (Derivate, CLOs usw.).

Eine Polykrise besitzt für die Tooze die folgenden Eigenschaften:

(1) Mehrere separate Krisen finden gleichzeitig statt. Dies ist das unmittelbarste und verständlichste Merkmal.

(2) Rückkopplungsschleifen, in denen die einzelnen Krisen sowohl auf vorhersehbare als auch auf unerwartete Weise zusammenwirken. Dies weist auf die Art und Weise hin, wie diese einzelnen Krisen miteinander in Beziehung stehen.

(3) Verstärkung, wobei diese Wechselwirkungen dazu führen, dass sich die Krisen verschlimmern oder beschleunigen und ein Gefühl der Kontrolllosigkeit entsteht. Die Art und Weise, wie diese getrennten Probleme miteinander in Beziehung stehen und miteinander verbunden sind, führt zu einer Verschärfung und Vertiefung der verschiedenen Krisen.

(4) Unbegrenztheit: Jede Krise lässt sich zeitlich und räumlich nicht mehr klar abgrenzen, da die verschiedenen Probleme ineinander übergehen und verschmelzen. Es wird immer schwieriger zu unterscheiden, wo ein Problem endet und ein anderes beginnt.

(5) Schichtung, eine Dynamik, die Tooze der Analyse von Yixin zuschreibt, wonach sich die Anliegen der Interessengruppen, die mit jeder einzelnen Krise verbunden sind, überschneiden.

(6) Der Zusammenbruch des gemeinsamen Sinns, der sich daraus ergibt, dass Krisen unterschiedlich verstanden werden und auf komplexe Weise miteinander interagiere. In dem Maße, in dem jede Krise mit der anderen sich überlappt und sich mit ihr verbindet, wird es schwieriger, einen klaren Rahmen und eine klare Erzählung für jede einzelne Krise zu finden und mit den Wechselwirkungen zwischen den verschiedenen Themen fertig zu werden.

(7) Überschneidungen, wobei jede einzelne Krise die Lösung einer anderen Krise behindern könnte, da sie Aufmerksamkeit und Ressourcen beansprucht, und das Ausmaß, in dem sie sich miteinander verstrickt haben, macht es schwierig, zu unterscheiden und Prioritäten zu setzen.

(8) Die Gesamtheit dieser Dynamiken, die alle ein hohes Maß an Reflexivität aufweisen, übersteigt die Summe ihrer Teile. Die Polykrise ist letztlich viel mehr als eine Ansammlung kleinerer, separater Krisen. Stattdessen ist sie so etwas wie eine gesellschaftspolitische Version des “Fujiwhara-Effekts”, ein Begriff, der verwendet wird, um zu beschreiben, wenn zwei oder mehr Wirbelstürme zusammenkommen, sich morphen und verschmelzen.

Tooze verweist auf die Turbulenzen an den britischen Märkten für Staatsanleihen, die zum einen durch den politischen Kurs der Bank of England, zum anderen durch Derivatkontrakte , mit denen Pensionsfonds ihr Engagement in britischen Staatsanleihen vervielfachten, zustande gekommen sind. Wenn man diesem Markt die Unterstützung entzieht, indem man seitens der Zentralbanken zu einer Politik der quantitativen Straffung übergeht, während der Markt gleichzeitig mit einer übergroßen Menge an Derivaten überschwemmt wird, die einen gegen fallende Zinsen absichern sollen, dann müssen Schwierigkeiten auftreten.

Sowohl das Debakel am britischen Markt als auch die Implosion der Kryptowährungen unterscheiden sich von dem Druck, der durch die Turbulenzen auf den globalen Energiemärkten ausgelöst wurde, die die Energieimporteure mit Kostensteigerungen und steigenden Rechnungen für Energiesubventionen konfrontieren. Hierbei handelt es sich um makroökonomische/politische Schocks, die Zahlungsbilanzkrisen, Abwertungen usw. auslösen. Aber auch hier spielen die Finanzmärkte eine gewichtige Rolle.

Die makroökonomischen Belastungen können sich sowohl England als auch Deutschland (höhere Importrechnungen aufgrund des Anstiegs der Öl- und Gaspreise) noch leisten, aber die Haushalte und Unternehmen mit knappen Budgets werden sich die hohen Energierechnungen eben nicht leisten können. Innerhalb weniger Wochen wurden Energieversorgungsunternehmen sowohl in Deutschland als auch in Englland in den Bankrott getrieben, weil in ihren Bilanzen ein Missverhältnis zwischen den langfristigen Energielieferverträgen mit den Verbrauchern und den stark gestiegenen Preisen auf den Spotmärkten bestand. Einige dieser Unternehmen wurden mit staatlicher Hilfe gerettet.

Die FTX-Kryptoexplosion ist spektakulär, aber mit 30 Mrd. Dollar ist sie lediglich ein kleiner Ausrutscher im Gesamtbild der Weltökonomie. Steigende Zinssätze, verminderte Risikobereitschaft und die Desillusionierung mit "Tech" haben eine Krise in der Kryptowirtschaft ausgelöst. Systemrelevant ist sie aber genau so wenig wie die Schuldenkrisen in Entwicklungs- und Schwellenländern. Es mag Dutzende von Volkswirtschaften geben, die sich einer Schuldenkrise nähern, aber die betroffenen Volkswirtschaften sind in der Regel arm und klein, sodass sie einen geringen Anteil an der Weltwirtschaft ausmachen. Wir leben in einer imperialistischen Weltökonomie des Dualismus, in der ein großer Teil der Weltbevölkerung aus dem "systemrelevanten" Kreislauf ausgeschlossen ist. Es stellt sich für Tooze die Frage, ob ein Kalkül, das sich vor allem an den Anteilen am globalen BIP orientiert, der Komplexität einer zunehmend multipolaren Weltordnung noch gerecht wird.

Ein großes Risiko sieht Tooze derzeit im globalen Immobilienmarkt. Mit 258 Billionen Dollar stellen Immobilien alle anderen Anlageklassen in den Schatten. Der bei weitem größte Teil davon befindet sich in den USA. Immobilien werden zudem mit großen Summen Fremdkapital gehandelt. Da sich die Hypothekenzinsen in den USA innerhalb von als sechs Monaten mehr als verdoppelt haben, ist der Sektor in ernsthafte Schwierigkeiten geraten.

An zweiter Stelle steht der US-Markt für Staatsanleihen, der nicht nur wegen seines Umfangs von Bedeutung ist sondern auch wegen seiner wesentlichen Funktion bei der Organisation der

weltweiten Liquiditätsströme. Sollte es auf dem US-Anlagemärkten zu Liquiditätsproblemen kommen, wie dies im Jahr 2020 schon der Fall war, stellt dies eine Gefahr für das Funktionieren des gesamten globalen Finanzsystems dar.

Schließlich gibt es weltweit bedeutende länderübergreifende Verbindungen zwischen Gläubiger- und Schuldnerländern. Im Jahr 2022 sieht das ominöse Trio Russland, China und Saudi-Arabien seine Handelsüberschüsse anschwellen. Aber die Reserven steigen nicht im gleichen Tempo. Russland ist faktisch aus dem globalen Finanzsystem ausgeschlossen.

Was die globale Finanzstabilität betrifft, so ist Japan ein wichtiger Faktor. Japan erzielt zwar keine großen Handelsüberschüsse mehr, ist aber aufgrund seiner angehäuften Auslandsvermögensbestände ein wichtiger globaler Akteur. Darüber hinaus führt die Jagd japanischer Vermögensverwalter nach Rendite dazu, dass Japan unabhängig von seiner Handelsbilanz ein wichtiger Käufer von internationalen Vermögenswerten ist. Japanische Pensionsfonds und Sparkassen sind wichtige Eigentümer von US-Schatzpapieren und europäischen Staatsanleihen, insbesondere von französischen Staatsanleihen.

Schon vor 2020 gab es Befürchtungen, dass die Immobilienpreise in den Krisengebieten der Welt eskalieren könnten, und gerade die Pandemie versetzte den Immobilienmärkten einen noch nie dagewesenen Anstieg. In der zweiten Hälfte des Jahres 2021 beschleunigte sich die Inflation aufgrund von Angebotsschocks, und im Jahr 2022 weitete sich dieser Anstieg aus. Da die Zinssätze in einem noch nie dagewesenen Tempo nach oben getrieben werden, stellt sich nun die Frage, ob im Winter 2022-3 ein globaler Immobiliencrash einsetzen wird. Sollte dies der Fall sein, wären die Auswirkungen enorm.

In der Weltwirtschaft gibt es drei große Anlageklassen: die von Unternehmen ausgegebenen Aktien (109 Billionen Dollar), die von Unternehmen und Regierungen ausgegebenen Schuldverschreibungen (123 Billionen Dollar) und die Immobilien, die von Wohnimmobilien dominiert werden, die weltweit mit 258 Billionen Dollar bewertet werden. Hinzu kommen natürlich die Derivate. Gewerbliche Immobilien (32,6 Billionen Dollar) und landwirtschaftliche Flächen machen weitere 68 Billionen Dollar aus. Der Anstieg der weltweiten Immobilienpreise in den Jahren 2019-2021 hat das globale Vermögen um mehrere Billionen erhöht. Wenn sich dieses auflöst, wird es einen gewaltigen rezessiven Schock geben. Der Anstieg der Hypothekenzinsen und/oder ein Einbruch der Immobilienpreise ist für die Weltwirtschaft ein großes Problem. Um diese Risiken abzufedern, verfügen die reichen Ökonomie über einen Wohlfahrtsstaat, der Wohneigentum durch Steuervergünstigungen, subventionierte Wohnungskredite und Schutzmaßnahmen absichert,

Das Baugewerbe ist weltweit ein wichtiger Wirtschaftszweig, es ist eine der klassischen Triebfedern des Konjunkturzyklus. Aber über die Bauindustrie selbst hinaus ist der Einfluss des Wohnungsbaus als Anlageklasse allgegenwärtig. Im Vergleich zu Aktien oder Schuldverschreibungen ist der Besitz von Wohnimmobilien relativ dezentralisiert. Wohneigentum definiert insbesondere die Mittelschicht. Und für die Mehrheit der Haushalte in dieser Klasse, die über ein messbares Nettovermögen verfügen, ist das Haus der wichtigste marktfähige

Vermögenswert.

Die Haushalte der Mittelschicht sind größtenteils nicht diversifizierte und nicht abgesicherte Spekulanten mit einem einzigen Vermögenswert, ihrem Haus. Da das Eigenheim der einzige Vermögenswert ist, den die meisten Haushalte als Sicherheit verwenden können, häufen sie Schulden an. Hypotheken- und Mietzahlungen sind in der Regel der größte Einzelposten in den Haushaltsbudgets.

In den USA haben sich die Hypothekenzinsen im Laufe in einem halben Jahr mehr als verdoppelt und überschritten im September die 7-Prozent-Marke für eine 30-jährige Festschreibung. Steigende Preise und steigende Zinssätze haben zur Folge, dass der Kauf von von Immobilien zurückgeht. Der Index der US-Wohnkosten im Verhältnis zum Einkommen ist so hoch wie seit der Ära von Paul Volcker nicht mehr. Angesichts dieses Drucks überrascht es nicht, dass die Nachfrage nach Hypotheken einbricht.

Aber die USA sind bei weitem nicht die überteuertesten Länder der Welt. Auch London ist nicht der größte Hotspot. Kanada ist wahrscheinlich der am stärksten überhitzte Markt, und dort ist ein heftiger Abschwung zu verzeichnen. Nach Angaben der FT ist der Verkauf von Einfamilienhäusern in Toronto um 96 Prozent und der von Eigentumswohnungen um 89 Prozent eingebrochen. Im ganzen Land sind die Preise für Eigentumswohnungen seit Jahresbeginn um 9 % gesunken. In Europa ist in Amsterdam, Frankfurt, München und Zürich mit einem Ausverkauf zu rechnen, ebenso in Hongkong und Tokio in Asien.

Früher sagte man, dass in den Vereinigten Staaten der Wohnungsbau der Konjunkturzyklus sei. Das funktionierte über die Bauinvestitionen. In China trifft dies immer noch zu einem beträchtlichen Teil zu. Aber im Westen hat sich diese Verbindung seit Anfang der 2000er Jahre abgeschwächt, da der Anteil des Wohnungsbaus am BIP zurückgegangen ist. Am gefährlichsten ist, dass ein Rückschlag im Wohnungsbau eine umfassende Finanzkrise auslösen könnte., siehe die Finanzkrise 2008. Im Jahr 2021 hat das chinesische Regime seine Immobilienblase absichtlich platzen lassen und kämpft nun mit den Folgen.

Seit 2008 konzentriert sich die Vergabe von Hypothekenkrediten in den USA wieder auf diejenigen, die die besten Kreditwürdigkeitswerte aufweisen. Im Jahr 2019 gingen 60 % der Hypotheken an Kreditnehmer mit einem Scoring von über 760. Und im ersten Quartal 2021 gingen 73 % der Hypotheken an Kreditnehmer mit sehr guten Kredit-Scores. Nur 1,4 % wurden an Kreditnehmer mit geringer Bonität vergeben. Das Risiko einer akuten Immobilienkrise ist eher in Kanada, wo die Hauspreise bereits dramatisch gefallen sind, groß. Der IWF macht sich unterdessen die größten Sorgen um die Schwellenländer, d. h. vor allem um China. Die Aussichten des IWF haben sich dort in den letzten 12 Monaten erheblich verschlechtert, und im schlimmsten Fall könnten die Immobilienpreise in den Schwellenländern um bis zu 25 Prozent einbrechen. Das wäre ein verheerender Schlag für die aufstrebende globale Mittelschicht.

Aber es sind nicht Kanada oder Norwegen, die die Zinssätze weltweit festlegen, sondern die Fed. Das staatlich subventionierte System der 30-jährigen Festhypotheken in den USA, das durch die so genannten Government-Sponsored Enterprises abgesichert ist, schützt aber die Mehrheit der

amerikanischen Hausbesitzer vor einem unmittelbaren Anstieg der Zinskosten. Alles in allem ist das US-Hypothekensystem so etwas wie ein geschlossener Kreislauf, der die Finanzierung von Wohneigentum der Mittelschicht in die öffentliche Bilanz einbezieht. In diesem System werden alle Verluste aus ausfallenden Hypotheken letztlich von der öffentlichen Bilanz und damit von den Steuerzahlern getragen. Diese Kosten werden jedoch von der Öffentlichkeit weitgehend ausgeblendet und haben eine weitaus geringere politische Brisanz als die Hypothekenzinsen selbst. Msoofern der US-Immobilienmarkt in den kommenden Monaten nicht in eine katastrophale Schieflage gerät, ist also nicht zu erwarten, dass der politische Aufruhr die Fed zum Handeln zwingt. Es werden die weniger gut geschützten Hausbesitzer im Rest der Welt sein, die den größten Druck spüren werden.

← PREVIOUS NEXT →